

**投資家の視点：  
投資家はいかに今日そして  
明日の取締役会のあり方を変えていくのか**



# 序文

成果を上げる投資家は常に先を読み、次なる課題と機会に備える。何もせずにいれば、競争力やアルファ（アクティブリターン）、ひいては運用益の損失を招きかねない。そして投資家は投資先企業に対しても同様に先を読むことを期待する。

本調査ではこの点を踏まえた企業、とりわけ取締役会の現状について投資家の意見を探るため、投資家が取締役に何を期待し、その期待は満たされているのか質問した。

その結果得られた意見は、以下の三点にまとめられる。

1. 取締役会の現状に対する投資家の満足度は、全般的に前年度<sup>1</sup>よりも向上しているが、一部の領域については、なお懸念が残っている。
2. 取締役会に対して、変化を受け入れる柔軟性を求める投資家はなお多く、期待する取締役会の姿として以下の属性が挙げられた。
  - 多様性が高い
  - 投資家との関わりが深い
  - 新たなリスクを理解し、伝達することに優れている
  - パフォーマンスが低い取締役に対して責任を問う意識が高い
  - 経営陣の意欲を向上させることに優れている
3. 投資家（特に過半数の議決権を行使する大規模投資家）は、投資先企業に引き続き情報提供の充実を求めている。

私たちは、本調査に参加した投資家（運用資産総額 11 兆米ドル超）から貴重な意見をいただいた。Investor Resource Institute はさらに調査を進めており、今後も投資家の意見を求め、その調査結果は投資業界をはじめ、経営者や規制当局と共有していく所存である。調査の進展については、

[www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute](http://www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute)

をご覧ください。



Leader, PwC's Investor Resource Institute

<sup>1</sup> PwC は同様の調査を 2013 年に実施した。詳細は [http://www.pwc.com/en\\_US/us/pwc-investor-resource-institute/publications/assets/pwc-investor-survey.pdf](http://www.pwc.com/en_US/us/pwc-investor-resource-institute/publications/assets/pwc-investor-survey.pdf) を参照。

# 目次

<b>01</b>	<b>今日の投資家は何を重要視しているか</b>	
	今日の取締役にも最も求められる属性	1
	投資家による取締役選任の判断要因	2
	反対票が影響を与え得る状況	2
	直接対話の機会の増加	3
	意見を述べる	4
	取締役会の現状	5
<b>06</b>	<b>投資家が求める将来の取締役会： 将来像の概観</b>	
	多様性の確保を阻む要因	6
	取締役会によるガバナンス方針の見直し	7
	パフォーマンスの低い取締役は認めない!	7
	今後の対応：取締役会が取り組むべき優先課題	8
	対話しよう	9
<b>10</b>	<b>情報がカギ</b>	
	情報の不在：サイバー攻撃の脅威と 気候変動リスクに関する情報	10
<b>11</b>	<b>調査手法</b>	
	本調査に参加した投資家の構成	11

注：本報告書の図表は四捨五入により合計が 100%にならない場合がある。

# 今日の投資家は何を重要視しているか

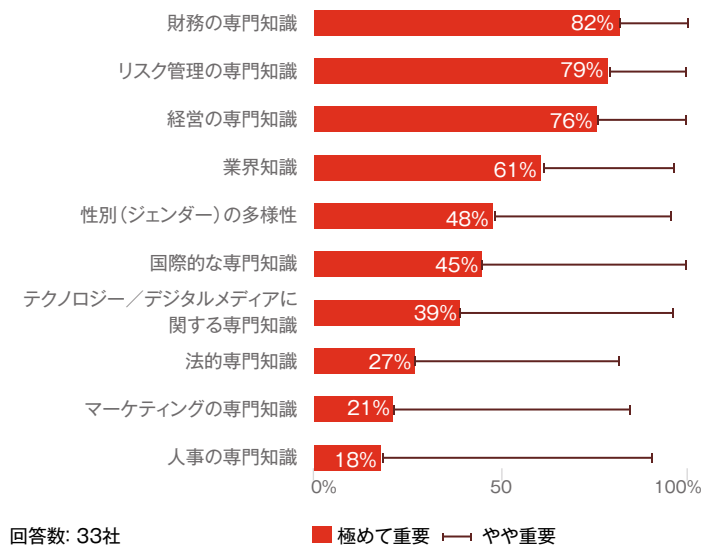
本調査に参加した投資家の構成（企業タイプや運用資産額<sup>2</sup>）にかかわらず、参加した全ての投資家が、各取締役役に求めるスキル・属性・成果に加えて、取締役会の役割と投資家の利益に最もかなうべきガバナンス体制について明確な意見を持っている。投資家はそうした意見や期待を、各種方針を巡る議論への参加や議決権の行使、あるいは増えつつある株主と企業の直接対話の機会を活用して意見を述べる。本セクションでは、こうした投資家の視点をさらに深く考察する。

## 今日の実務役に最も求められる属性

本調査に回答した全投資家によると、取締役役に備えるべき重要な属性は財務、リスク管理、経営に関する専門知識であり、約80%の投資家がこうした属性を「極めて重要」と見ている。業界知識も重要とみなしているものの、その重要度については投資家によって若干のばらつきがあった。また、96%の投資家が取締役会の性別（ジェンダー）の多様性を重要視しているが、「極めて重要」と「やや重要」で意見がちょうど半々に分かれた<sup>3</sup>。

### 投資家は取締役役に何を求めているのか

質問: 米国企業の取締役役に求められる以下の属性について、どの程度重要だと思いますか。



約80%の投資家が財務、リスク管理、経営に関する専門知識を極めて重要な属性と考えている。



2 企業タイプや運用資産額については「調査手法」(11頁)を参照のこと。

3 取締役会の多様性に関する議論の詳細は「多様性を阻む要因」(6頁)を参照のこと。

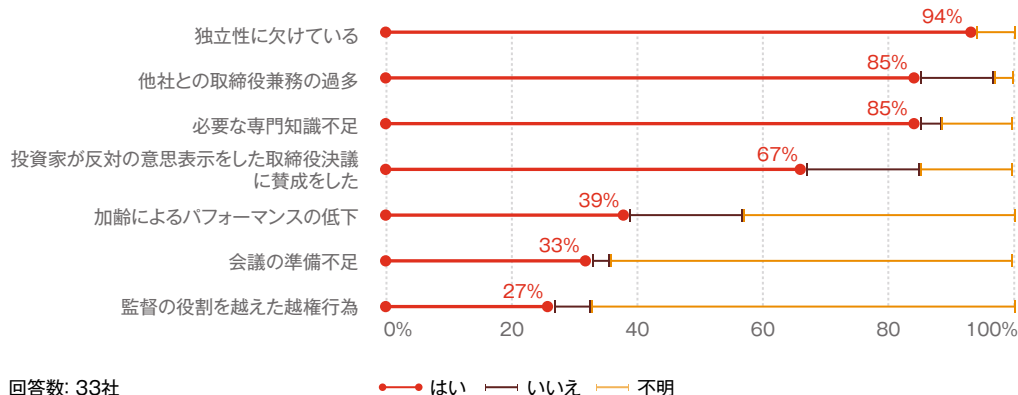
## 投資家による取締役選任の判断要因—独立性の重視

90%超の投資家が、取締役候補者選任の意思決定にあたり「独立性」が主な判断の要因になると回答しており、前年度調査の75%から増加した。また、67%の投資家が、自らが反対の意思表示をした取締役会決議に賛成した取締役については、この点が選任の判断基準に影響するとしている。特に、運用資産が1000億米ドル以上の大規模投資家の場合には91%が、選任の判断にあたり、この点を要因として挙げている。

### 投資家による取締役選任の判断に何が影響するか

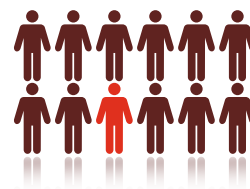
質問: 取締役選任にあたり、以下の要因は賛成/反対(または棄権)の意思決定に影響しますか。

「はい」と回答した回答者



回答数: 33社

90% 超の投資家が、取締役候補者選任の意思決定にあたり**独立性**が判断の要因となると回答した。

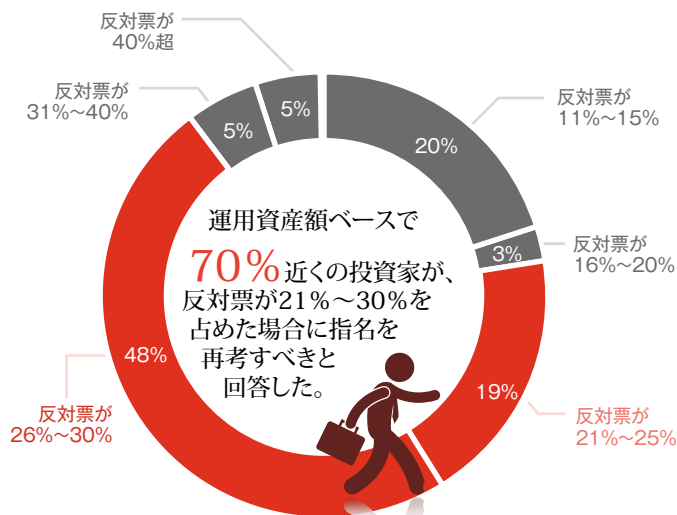


## 反対票が影響を与え得る状況

投資家は投票によって自らの意見を聞いてもらうことを期待する。そのため、過半数の賛成票により取締役が選任された場合であっても、半数に届かない反対票のことも取締役会は考慮すべきと投資家は考えている。ではいったいどの程度の反対票があれば取締役の指名を再考すべきなのか。その答えは投資家の運用資産規模によって異なる。本調査に回答した投資家の数でみると、過半数(55%)の投資家はその基準を反対票が11%~25%を占めた場合と回答している。しかし、運用資産額ベース(議決権数を正確に反映するため)に従って加重するとこの基準値は上がり、70%近くの投資家(運用額ベース)が、反対票が21%~30%を占めた場合に指名を再考すべきと考えていることが分かった。

### 反対票が意味を持つのはどのような状況か

質問: 米国企業の取締役会は取締役候補者の選任に際し、株主の反対票がどの程度を占めた場合に指名を再考すべきだと思いますか。



運用資産額に従って加重した場合の回答  
回答数: 33社

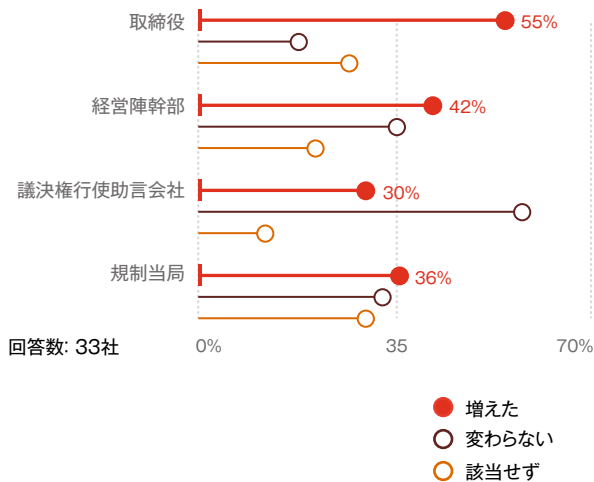
## 直接対話の機会の増加

過去3年間で過去1年間のいずれの場合も、大半の投資家が取締役との直接対話の機会が「増えた」と回答した。経営陣幹部との直接対話の機会については、「増えた」とする投資家と「変わらない」とする投資家の数が拮抗した。

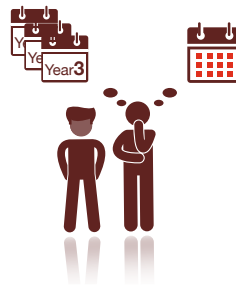
一方、規制当局との直接対話の機会については、「増えた」とする回答が過去1年間よりも過去3年間の方に多いことが分かった。

### 過去3年間の直接対話の機会

質問: 過去3年間で以下の当事者との直接対話の機会はどのように変化しましたか。

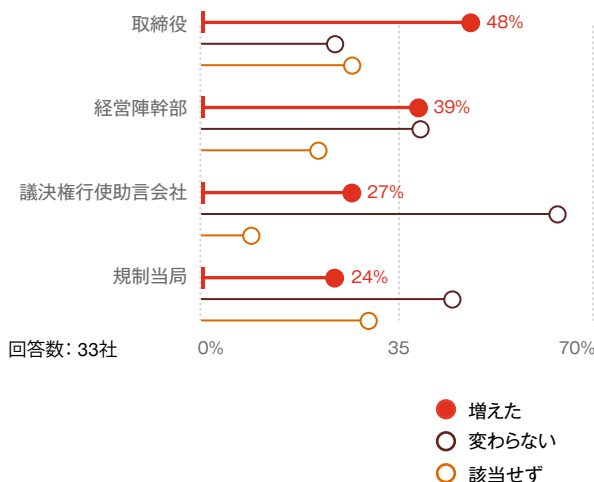


過去3年間で過去1年間のいずれの場合も、大半の投資家が取締役との直接対話の機会が増えたと回答した。



### 過去1年間の直接対話の機会

質問: 過去1年間で以下の当事者との直接対話の機会はどのように変化しましたか。





## 意見を述べる

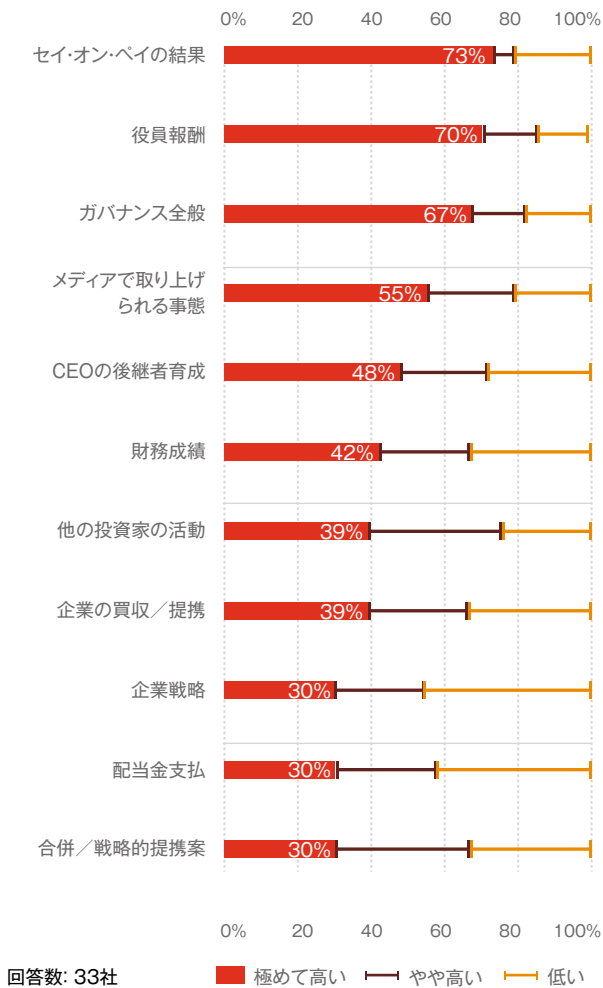
投資家は「セイ・オン・ペイ」（役員の報酬に関し株主が賛否を意思表示する拘束力のない投票）に引き続き注目している。実際、4分の3近くの投資家が、セイ・オン・ペイの結果（73%）と役員報酬（70%）に関して、直接、企業に意見を述べる可能性が「極めて高い」と回答している。また、右下のグラフに示すとおり、大規模投資家の場合には、セイ・オン・ペイ（82%）

の結果が意見を述べるきっかけとなる可能性はさらに高い。また、メディアで取り上げられるような事態が起きた場合の投資家の意識も高まっており、こうしたことが意見を述べる誘因になると回答した投資家は、前年度調査の43%から55%に増加した。一方、財務成績については中立的で、発言の可能性が「極めて高い」と答えた大規模投資家は半数超にとどまった。

### 最も意見を述べる誘因となるのは何か

質問: 以下の項目について、企業に意見を述べる可能性はどの程度ですか。

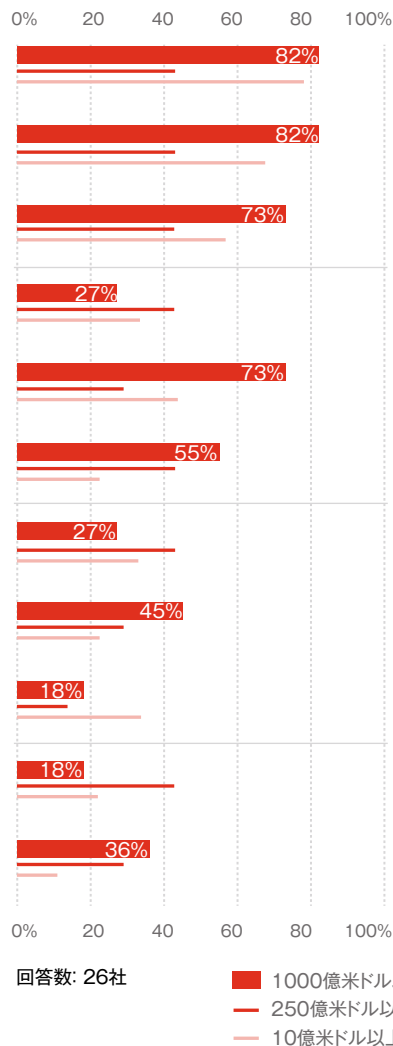
全回答者



### 大規模投資家において、最も意見を述べる誘因となるのは何か

質問: 以下の項目について、企業に意見を述べる可能性はどの程度ですか。

運用資産額10億米ドル以上の大規模投資家のうち、可能性が「極めて高い」と回答した回答者



運用資産1000億ドル以上の大規模投資家の85%近くが「セイ・オン・ペイ」の結果については、企業に意見を述べる可能性が極めて高いと回答した。



## 取締役会の現状

投資家は取締役会の現状、特に規制遵守の監視や企業戦略の評価などに関しては、おおむね満足している。

80%超の投資家がリスクの監視と専門力の維持に満足し、約3分の2が取締役会による経営成績の評価に「満足している」と回答した。しかしその一方で、まだ改善の余地があるとも見ている。

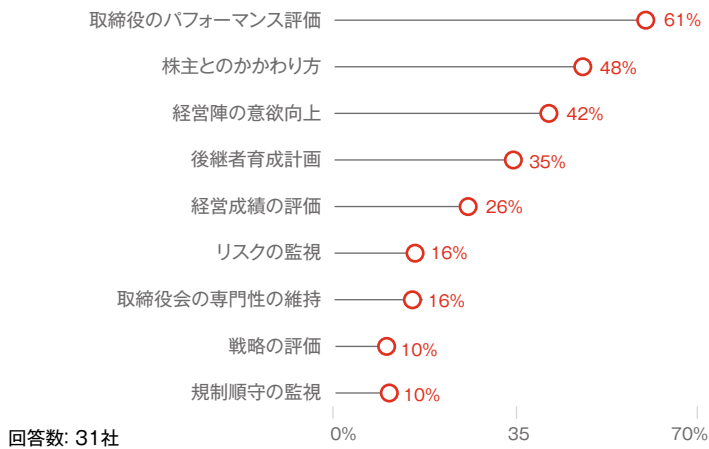
例えば、60%超の投資家が取締役会による取締役のパフォーマンス評価方法に「満足していない」と回答しており、取締役会と株主のかかわり方については半数近くが改善を求めている。

また、業績指標を利用した経営陣の意欲向上について改善を求める投資家も40%を上回った。

### 改善の余地がある取締役会: 投資家が考える改善点

質問: 以下に関する米国企業の実績の現状について、全般的にどの程度満足していますか。

「満足していない」と回答した回答者



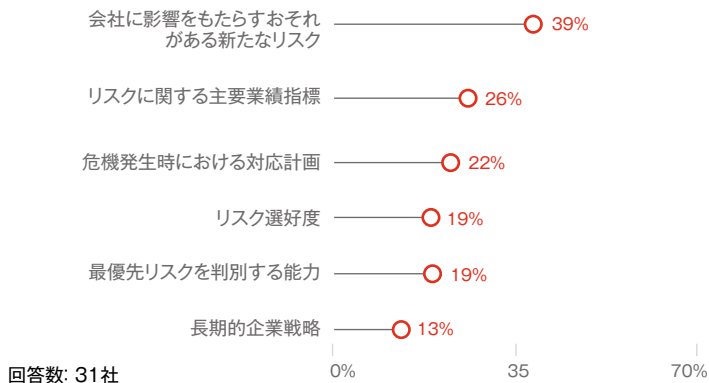
60% 超の投資家が、取締役会による取締役のパフォーマンス評価方法に満足していない。



### 投資家が考える取締役会が理解していない点

質問: 米国企業の実績は以下の項目について、全般的にどの程度理解していると思いますか。

「十分に理解していない」または「全く理解していない」と回答した回答者



40% 近くの投資家が、取締役会は会社に影響をもたらすおそれがある新たなリスクを実際に理解していないと考えている。





# 投資家が求める将来の取締役役会： 将来像の概観

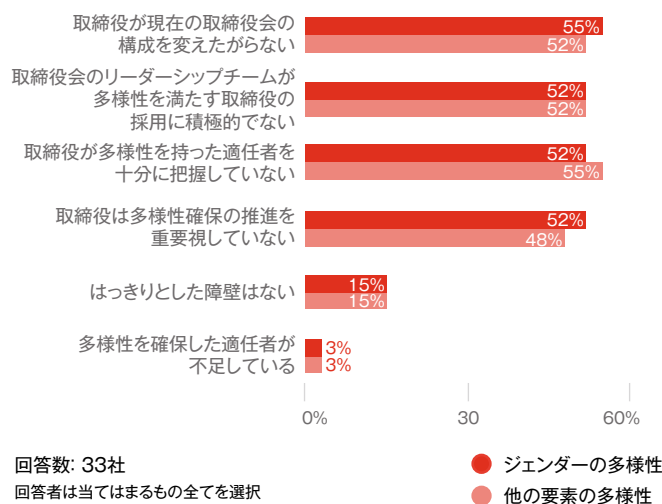
成果を上げる投資家は当然ながら先を読んでいる。アルファ（アクティブリターン）追求の神髄とは、将来の見通しを立て、その見通しに基づいて戦略を実行することである。投資家は取締役会に対しても同様に、現時点だけでなく将来的にも、会社に影響を及ぼすおそれがある問題に着目することを期待している。そして、それを効果的に実行するためには、問題にすぐに取り組むという姿勢が重要である。こうした問題はやるべき事項のリストに入れておいて、いつか必要になったときに対処すればよいというものではない。今、取り組むことに意味があるのであって、それが将来の取締役会を盤石なものにすると投資家は見ている。

## 多様性の確保を阻む要因

次ページ（7頁）「取締役会によるガバナンス方針の見直し」のグラフで示すとおり、90%超の投資家は、取締役会は取締役の多様性に関する方針<sup>4</sup>を再検討すべきと考えており、また下記のグラフにあるとおり、85%の投資家が当該方針を再検討するためには、現在、多様性確保の推進の障壁となっている根本的な要因に対処する必要があると見ている（グラフ中の「はっきりとした障壁はない」〔15%〕に比して）。そして大多数の投資家が、取締役会はこの多様性の問題に一層の柔軟性と強い意志をもって取り組む必要があるとの見解を示した。多様性確保の推進の問題は、「多様性を確保するための適任者が不足しているため」と捉える投資家がわずか3%であったのに対し、大半の投資家が「取締役会やリーダーシップチームが積極的に取り組んでいない」ことを要因に挙げた。

### 多様性確保の推進に対する障壁

質問: 米国企業の取締役会について、性別（ジェンダー）などの多様性確保の推進を阻む要因は何ですか。



85%の投資家が、取締役の多様性に関する方針を見直すためには**根本的な障壁**に対処する必要があると見ている。



4 投資家が考える取締役会が見直すべき方針の全リストは、次ページ（7頁）「取締役会によるガバナンス方針の見直し」を参照のこと。

## 取締役会によるガバナンス方針の見直し

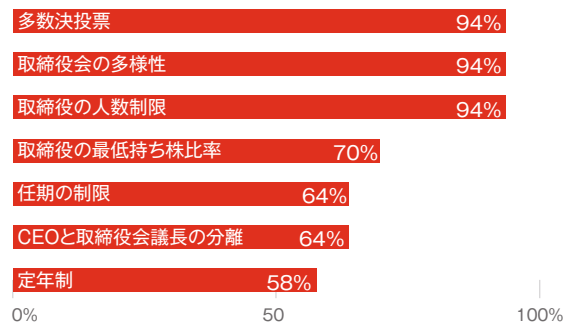
投資家による取締役会に対する期待は変化しており、大半の投資家が取締役会の方針もその変化に合わせるべきと考えている。

以下、投資家からの回答に示すとおり、半数以上の投資家は、取締役会は本調査で言及した方針全てについて議論を開始し、場合によっては変更するための施策に着手しているべきだと回答した。また、最も重要な課題として、「多数決投票」、「取締役会の多様性」、「取締役の人数制限」に関する方針が挙げられた。

### 取締役会の方針: 取り組み課題

質問: 米国企業の取締役会は以下に関する方針について、すでに検討/議論を始めているべきだと思いますか。

「はい」と回答した回答者



回答数: 33社

半数以上の投資家が、取締役会は本調査で言及した方針全てについて議論を始めているべきだと考えている。



## パフォーマンスの低い取締役は認めない!

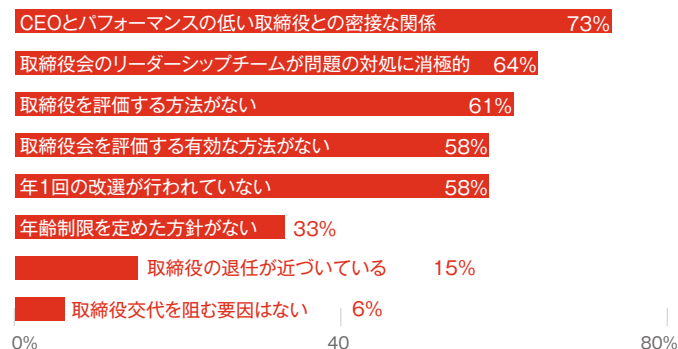
将来的に最も有効に機能するために投資家が取締役会に求めることは、取締役一人一人が確実に付加価値を提供することである。

投資家は、取締役会にはパフォーマンスの低い取締役を評価し、対処する力があり、その力を発揮すべきと見ている。しかし、取締役交代を阻む要因があると考え

る投資家は90%超に上がり、約65%~70%がその要因はなれ合い(すなわち、CEOとパフォーマンスの低い取締役の密接な関係、あるいは問題の対処に消極的な取締役会のリーダーシップチームの存在)に関係していると回答した。また、60%近くの投資家が具体的な方針や手続きが整備されていないこと(各取締役のパフォーマンスを評価する有効な方法がない、年1回の改選が行われていないなど)を要因として挙げた。

### パフォーマンスの低い取締役交代を阻む要因

質問: 米国企業の取締役会によるパフォーマンスの低い取締役の交代を阻む要因は何ですか。



回答数: 33社

回答者は当てはまるもの全てを選択

90%超の投資家がパフォーマンスの低い取締役交代を阻む要因が存在すると見ており、約60%がその要因はなれ合いにあると回答した。



## 今後の対応：取締役会が取り組むべき優先課題

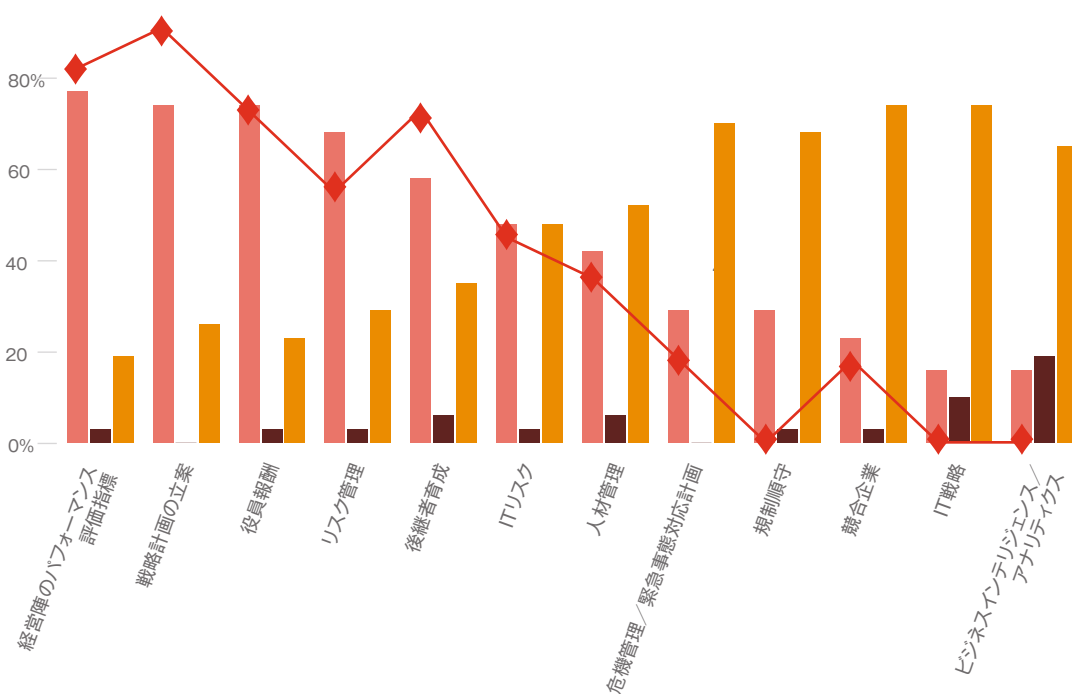
下記のグラフにあるとおり、約70%の投資家が以下の三つを取締役会が取り組むべき短期的優先課題として挙げている。

1. 経営陣の意欲向上とパフォーマンス評価に用いる指標と役員報酬に関する事項
2. 戦略計画の立案
3. リスク管理

運用資産が1000億米ドル以上の大規模投資家の場合は、取締役会が戦略計画の立案や経営陣のパフォーマンス評価指標に注力することを求めている。リスク管理の優先度は投資家全体ほど高くないが、後継者育成の優先度については投資家全体よりも高い。

### 取締役会が取り組むべき優先課題

質問: 今後1年間に米国企業の取締役会が取り組むべき優先課題は何ですか。



大規模投資家は、取締役会が戦略計画の立案と経営陣のパフォーマンス評価指標に注力することを求めている。



回答数: 31社 ■ 優先度が高い ■ 一般的に優先度が低い ■ 優先度は状況によって変わる  
 回答数: 24社 ◆ 優先度が高いと考える大規模投資家の割合

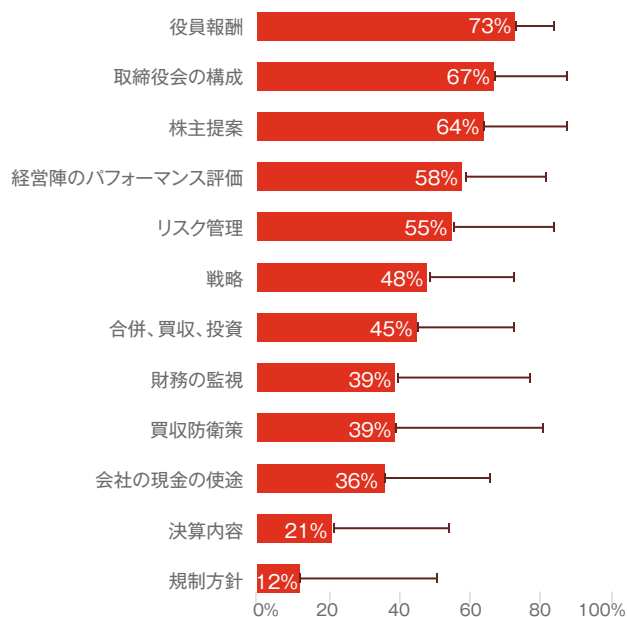
## 対話しよう

前述したとおり、今日の投資家は、過去3年間と過去1年間のいずれにおいても、取締役意見に意見を述べる機会が着実に増加しつつあると回答したものの、48%の投資家はこの対話に満足していない。大多数の投資家が、取締役はさまざまな課題について広報という形だけでなく、直接投資家と対話することが重要だと考えている。

投資家にとっての最も重要な課題として、「役員報酬」、「取締役会の構成」、「株主提案」、「経営陣のパフォーマンス評価」、「リスク管理」が挙げられた。

### 何について話し合うか

質問: 取締役が以下の課題について投資家と直接話し合うことは、どの程度重要ですか。



大多数の投資家が、取締役はさまざまな課題について直接投資家と対話することが重要だと考えている。



回答数: 33社

■ 極めて重要    ┆ やや重要

# 情報がカギ

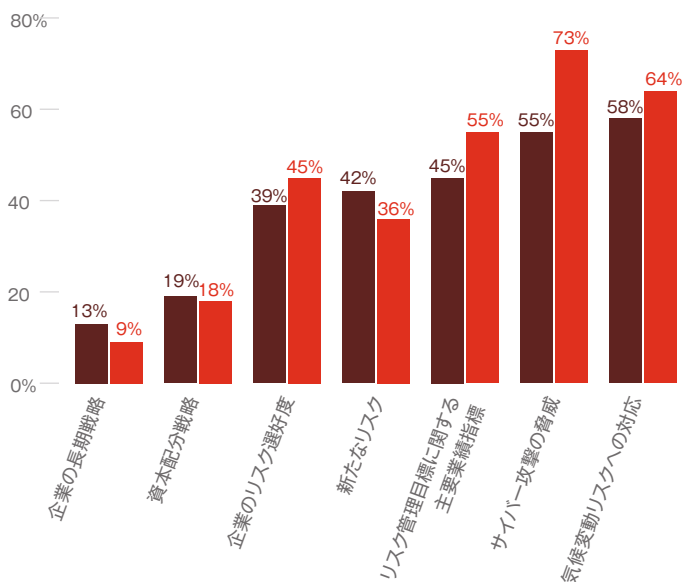
## 情報の不在：サイバー攻撃の脅威と気候変動リスクに関する情報

すでに述べた通り、投資家は企業のリスク選好度、リスク管理目標に関する主要業績指標、新たなリスクに関する情報に前年度より満足している。しかし、下記のグラフから読み取れるように、気候変動リスクとサイバー攻撃の脅威という二つの主要分野の情報提供については依然として強い不満を感じている。60%近くの投資家がこの分野に関する情報に満足していないと回答しているが、大規模投資家の場合には、その割合はさらに大きい。投資家は、注目されているこれらのリスク分野に関する情報をもっと提供するよう取締役会に求めている。

### 主要リスク分野

質問: 以下に関する企業の情報提供(規制当局への報告書提出などによる)にどの程度満足していますか。

「満足していない」と回答した回答者



投資家は二つの主要分野の情報提供については依然として強い不満を感じている。



回答数: 31社(回答者全体)  
11社(運用資産1000億米ドル以上の投資家)

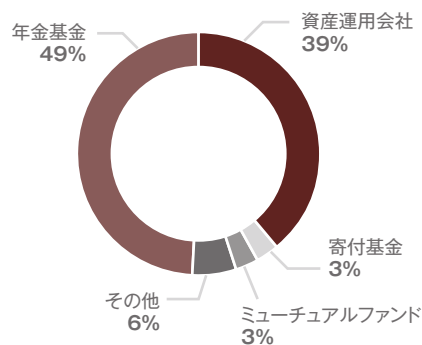
■ 満足していない (回答者全体) ■ 満足していない(運用資産1000億ドル以上の投資家)

# 調査手法

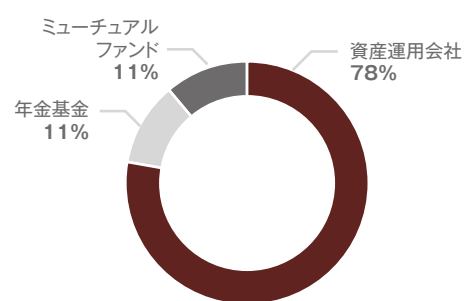
## 本調査に参加した投資家の構成

本調査には幅広い機関投資家が参加した。下のグラフに示すとおり、企業タイプ別では「年金基金」が約 50%、「資産運用会社」が約 40%を占め、運用資産額ベースでは「資産運用会社」が参加企業全体の 78%を占めた。投資家タイプ別の運用資産額も投資家によってさまざまだったが、運用資産「1000 億米ドル以上」の大規模投資家に最も高い加重値を適用した。本調査に参加した投資家の運用資産総額は約 11.5 兆米ドルである<sup>5</sup>。

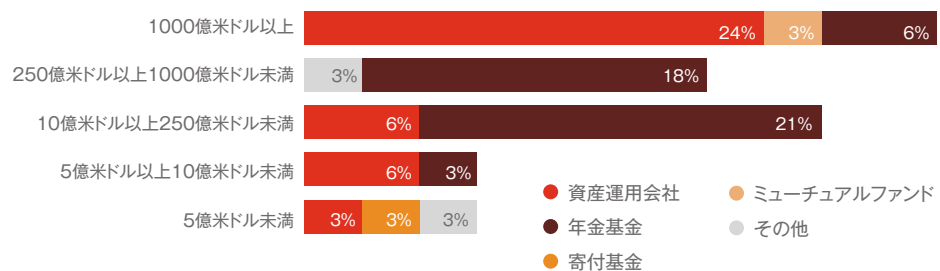
企業タイプ別



運用資産額ベース



投資家タイプ別の運用資産額



本調査の回答者の大多数が米国内で主に事業展開し、全世界の市場に投資を行っている。また、回答者の約 40%が米国上場企業の株式を平均 5 年もしくはそれ以上の期間にわたって保有していると回答した。

5 運用資産額の算出には、各機関投資家の公式ウェブサイトに記載されている実際の運用資産額を用いた。その金額は全て 2014 年 8 月 29 日時点のものであり、米ドル建て以外で記載されている場合には、同日の為替レートに基づいて換算した。運用資産額が公表されていない 3 社については、1,000 米ドルを適用した。



[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

**あらた監査法人**

東京事務所：〒 104-0061 東京都中央区銀座 8-21-1 住友不動産汐留浜離宮ビル

大阪事務所：〒 530-0001 大阪府大阪市北区梅田 2-4-9 ブリーゼタワー 24 階

名古屋事務所：〒 450-6038 名古屋市中村区名駅 1-1-4 JR セントラルタワーズ 38 階

**小林 昭夫**

(080) 3158 6271

akio.kobayashi@jp.pwc.com

**井坂 久仁子**

(080) 3253 3881

k.isaka@jp.pwc.com

**岡本 晶子 (大阪)**

(080) 3254 7973

akiko.okamoto@jp.pwc.com

**久禮 由敬**

(080) 3270 8898

yoshiyuki.kure@jp.pwc.com

**辻田 弘志**

(090) 1424 3247

hiroshi.tsujita@jp.pwc.com

**阿部 功治**

(080) 3508 9914

koji.k.abe@jp.pwc.com

**宇塚 公一**

(080) 3755 2909

koichi.u.uzuka@jp.pwc.com

**平岩 修一 (名古屋)**

(080) 9430 6898

shuichi.hiraiwa@jp.pwc.com

**足立 順子**

(080) 3254 3562

junko.adachi@jp.pwc.com

**阿部 環**

(080) 3493 1419

tamaki.abe@jp.pwc.com

**北尾 聡子**

(090) 6511 3187

satoko.kitao@jp.pwc.com

**島袋 信一**

(080) 3211 1349

shinichi.shimabukuro@jp.pwc.com

**Joyce Yuen (ジョイス・ユイン)**

(080) 3351 8357

joyce.yuen@jp.pwc.com

PwCは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに195,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は [www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp) をご覧ください。

PwC Japanは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社(あらた監査法人、京都監査法人、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、税理士法人プライスウォーターハウスクーパース、PwC弁護士法人を含む)の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、アドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

本報告書は、PwC メンバーファームが2014年10月に発行した『Investor Perspectives: How investors are shaping boards today… and into the future』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml](http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml)  
オリジナル(英語版)はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute/publications/investor-influence-corporate-boards.jhtml](http://www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute/publications/investor-influence-corporate-boards.jhtml)

日本語版発刊月: 2015年3月 管理番号: I201501-10

©2015 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.